

BNDES, jabutis e jabuticabas

Rogério Studart*

Como todos sabemos, o calcanhar de Aquiles da economia brasileira continua sendo sua baixa produtividade e competitividade. Além dos investimentos em educação, da melhoria do ambiente de negócios e dos investimentos, para sairmos deste buraco vamos precisar de muita inovação tecnológica, melhoria e ampliação da infraestrutura e logística, renovação de parte do parque industrial e apoio para as pequenas e médias empresas. São investimentos que, em geral, têm longo prazo de maturação e envolvem incertezas e riscos significativos, e que sempre contaram com o apoio técnico e financeiro do BNDES.

Este papel central do BNDES, é importante saber, não é nenhuma “jabuticaba”. De fato, crescem as evidências de que, mesmo em países industrializados, investimentos transformacionais são beneficiados pela existência de sólidos bancos de desenvolvimento, atuantes e com dimensão compatível com o tamanho da economia. Assim tem sido, por exemplo, na Alemanha, onde seu KfW foi fundamental da sua reconstrução após a Segunda Guerra Mundial, e em todas as fases do seu percurso até ser a potência industrial e tecnológica que é. Ainda assim, hoje a KfW está, de novo, no centro de investimentos transformacionais das suas matrizes energéticas, da mobilidade urbana, e de tecnologias de ponta – todos dentro de um projeto nacional para adequar a Alemanha aos desafios econômicos e mesmo ambientais deste século.

Na China, o seu banco de desenvolvimento (CDB), criado em 1994, tem sido um dos pilares para permitir elevadíssimos níveis de investimentos em infraestrutura, avanços tecnológicos da sua indústria e a internacionalização de empresas e dos negócios chineses. Hoje, o CDB é parceiro fundamental de grandes projetos transformacionais, como por exemplo o megaprojeto do cinturão econômico da Rota da Seda – que ligará a China com a Europa através da Ásia Ocidental e Central. Exemplos como estes se observam na grande maioria do grupo das vinte maiores economias (G-20), como um estudo recente elaborado pela Universidade de Boston e a *Brookings Institution* podem confirmar.¹ Se a experiência internacional vale como guia, também o Brasil não pode prescindir de um banco de desenvolvimento autônomo, forte e com grande capacidade financeira, corpo técnico de alto nível e motivado, para enfrentar os desafios do milênio.

Neste sentido, preocupam as recentes mudanças propostas para a instituição, como, por exemplo, a criação da TLP. O problema pode ser resumido da seguinte forma. Apesar de continuar sendo uma das maiores taxas de longo prazo do mundo, a TJLP, que é determinada trimestralmente pelo Conselho Monetário Nacional, tem sido mais estável e significativamente mais baixa que todas as taxas de mercado no Brasil. Mantido tudo constante, a TLP será determinada com base na Nota do Tesouro Nacional de cinco anos e variará mensalmente de acordo com as diretrizes do Banco Cen-



tral. Ela só cairá dos níveis atuais elevadíssimos caso tivermos êxito em reduzir de forma continuada a SELIC e se esta taxa se mantiver relativamente estável ao longo do tempo. Neste cenário, realmente pode ocorrer um processo virtuoso de *crowding-in* de financiamento privado. E uma parte daquelas operações do BNDES, cujo risco está associado apenas aos prazos mais longos de financiamento, deixaria de ter sentido. Este seria, por exemplo, o caso do financiamento de capital de giro de longo prazo de empresas de maior porte. Porém, ressalto, se a experiência internacional vale, o BNDES ainda deveria ainda ter um papel crucial em investimentos transformacionais – por exemplo, os que têm alto grau de externalidade, como os em infraestrutura e logística, mobilidade urbana, saneamento; e os que requerem inovações muito significativas, como os em energia renovável e outros tipos de infraestrutura sustentável.

Os que defendem estas mudanças não apenas acreditam neste cenário otimista, mas pensam tam-

bém que a redução do BNDES pode ser benéfica. Afirmam, por exemplo, que a atuação do BNDES tenha frustrado os esforços em segurar uma demanda agregada compatível com uma inflação dentro da meta, obrigando, por sua vez, ao Banco Central a manter a SELIC mais alta do que, alternativamente, poderia ser. Argumentam também que, por manter cerca de 10% do saldo do crédito a pessoas jurídicas no país, ao valer-se de uma taxa subsidiada (a TJLP), o BNDES termina por reduzir a competição entre bancos, o que poderia ter um efeito positivo na redução dos *spreads*. Logo, segue o argumento, retirar a “jabuticaba” da TJLP ajudaria a reduzir a SELIC, a aumentar a competição privada, a reduzir os *spreads* bancários e a ampliar significativamente o financiamento privado de longo prazo.

Estes argumentos são, no mínimo, questionáveis. Por exemplo, sabemos que os empréstimos do BNDES têm um prazo médio de 10 anos, e os privados não passam de três anos. Sabemos também que o aumento dos saldos de empréstimos do BNDES sobre o total dos saldos de todo setor bancário não pode ser medida do poder de “expulsão” das operações do BNDES. De fato, nos últimos 20 anos, os desembolsos do BNDES nunca representaram mais que 2% do total das concessões do sistema bancário – e que a maioria se voltou a um “nicho de mercado” em que bancos de desenvolvimento atuam em todo lugar no mundo. Se por um lado o *crowding-out* do BNDES é discutível, dificilmente pode-se acusar o BNDES de pressionar a deman-

da agregada. Tampouco procede a acusação de que seus empréstimos causam pressões inflacionárias – afinal, seus desembolsos têm variado contraciclicamente, aumentando nos momentos de retração do crédito privado e da demanda agregada, sem falar que a eles se associa criação de capacidade produtiva, aumentando o produto potencial em médio prazo.

O problema parece estar em outro lugar: na SELIC. Depois de chegar a recordes nos anos 90, sua

trajetória nos últimos vinte anos tem sido de queda lenta e volátil. Pior ainda: tem-se caracterizado por subir com muita facilidade em reação a todo tipo de choque, mas especialmente aqueles que afetam o câmbio; e por cair muito lentamente, inclusive nos momentos de retração da atividade econômica e queda da inflação.

Este verdadeiro “jabuti” macroeconômico promove uma perversa dinâmica entre as dívidas pública e privada – que têm pra-

zos curtos – e os “spreads bancários”. Qual seja: quando aumenta, impacta quase de imediato as trajetórias das dívidas privada e pública. Quando o governo e as empresas tentam responder elevando os superávits para evitar o crescimento explosivo das dívidas, gera-se desaceleração ou retração de produto e emprego; e quando optam por não fazê-lo, há um aumento acelerado do endividamento. Ambos são cenários propícios

ao aumento da percepção de risco mercado e dos *spreads* bancários. Há, portanto, uma perversa circularidade nesta verdadeira armadilha macroeconômica. E o desaparecimento da TJLP não servirá para resolvê-la.

Portanto, se os níveis e volatilidade da SELIC e da taxa da NTN-B não se reduzirem na velocidade esperada, a mudança para a TLP poderá, por um lado, resultar na anulação do único mecanismo de financiamento de longo prazo existente no Brasil, sem que necessariamente seja substituído por maior financiamento privado de longo prazo. Isto quer dizer que, por um lado, só serão viáveis os empreendimentos com taxas de retorno muitíssimo elevadas e que contarem com recursos próprios ou em moeda estrangeira. Estaremos por muito mais anos entre a “cruz” do investimento baixo – e da baixa produtividade e competitividade – e a “caldeirinha” da vulnerabilidade a choques externos.

Por outro lado, se o cenário mais otimista não se realizar, parece inexorável que as condições de crédito do BNDES, agora atreladas à TLP, deixarão de ser atrativas – inclusive para os projetos com re-

tornos e risco normais em qualquer lugar no mundo.² Neste caso, as consequências para o BNDES podem ser sérias, uma vez que a demanda pelos seus empréstimos não se recuperará, e poderá até continuar caindo. A retração das suas operações, por sua vez, afetará ao longo do tempo, seus retornos e sua capitalização. Paradoxalmente, portanto, a instituição terá de contar mais com recursos próprios na medida em que sua capacidade de se alavancar no mercado se reduzirá no longo prazo. Esta é uma conhecida fórmula para o desastre para qualquer empresa financeira, que terminaria por afetar a capacidade do banco em promover os investimentos transformacionais que o Brasil tanto precisa.

A aposta que se está fazendo é importante demais para se contar com um único cenário, que a meu ver é demasiadamente otimista. Se este cenário não ocorrer, por todas as razões que descrevi, o Brasil terá de aceitar um preço que de tempos em tempos pagamos: o de olhar o futuro pelo espelho retrovisor.

* É economista e associado à Global Federation of Competitiveness Councils, da Brookings Institutions e da Universidade de Boston. As opiniões e possíveis erros e lacunas deste artigo só podem, evidentemente, serem imputados ao autor.

1 Para um resumo deste estudo executivo, ver <https://goo.gl/bXt9e1>.

2 Neste cenário se impossibilitaria, inclusive, o aumento da participação privada em projetos de infraestrutura e concessões, que depende de uma taxa de longo prazo relativamente baixa e estável. Não parece ser por outra razão que a TLP adotada a partir de 1º de janeiro de 2018 terá o mesmo valor da TJLP então vigente; e que o governo pretenda aplicar um “fator de ajuste” na fórmula. Este fator será modificado gradativamente, ao longo de cinco anos, de modo que em 2023 a TLP reflita apenas o IPCA e os juros de cinco anos da NTN-B.

